

信用债跌，利率债也跌，债市为何跌跌不休？

12月13日，债市持续低迷，债券市场指数小幅下跌，综合反映银行间债券市场和沪深交易所债券市场的中证全债指数下跌0.13%，收报224.21，创下近4个月新低。自11月以来，债市持续下跌，目前仍未见企稳迹象，截至12月13日累计下跌幅度高达1.17%，这样的下挫幅度对于以“稳健”见长的债券来说，居然跌去了3个月的累计收益，着实让人意外。

债市下跌对以债券为底层资产的银行理财和纯债基金的净值造成极大冲击，不少产品的净值回到7月底。

债券市场为何频频下跌？银行理财和纯债基金的净值何时能够企稳？也成为当下市场最为关注的问题之一。

债券指数创4个月新低

12月13日，信用债、利率债、存单等各类型债券指数纷纷下跌。

信用债弱勢震蕩，个债抛售愈演愈烈，各期限信用债收益率多数上行，如地产债多数下跌，如“金科优01”跌15%，“20碧地04”跌近13%，“20世茂02”跌超11%，“20世茂03”跌超8%。

国债期货各主力合约盘中一度深跌，尾盘跌幅收窄。截至收盘，10年期国债期货主力合约报收99.605元，跌幅0.09%，盘中一度跌0.30%，5年期国债期货主力合约报收100.510元，跌幅0.08%，盘中一度跌0.24%；2年期国债期货主力合约报收100.575元，跌幅0.05%，盘中一度跌0.10%。其中，2年期国债期货主力合约盘中一度跌至100.525元，为近一年来新低。

11月下旬后企稳的中证同业存单AAA指数近期亦走弱，12月13日下跌0.03%，最新点位为近3周以来低点。

中证全债指数收报224.21，创下近4个月新低，回到8月15日之前的位置。

此次债市下跌始于11月初，进入12月份仍未见企稳迹象，截至12月13日，累计下跌幅度高达1.17%。

值得注意的是，债市持续调整，对债券一级发行市场产生重大冲击。Wind数据显示，截至12月13日，12月以来，已有128只债券公告“取消发行”或“发行失败”，11月份有339只债券公告“取消发行”或“发行失败”，为今年以来月度最高值

。

有债券市场人士对券商中国记者表示，债券市场下跌会对一级发行市场直接产生负面冲击，如果预期未来收益率上行，买盘意愿并不大，因为在一级市场投标就会产生亏损，除非是持有到期的配置盘，在票面利率合适时才有投标的意愿。

债券基金、银行理财净值持续回调

净值化的银行理财和纯债基金底层资产多为标准化债券。债市的大幅波动，无疑将对以债券为底层资产的银行理财和纯债基金的净值造成冲击。

持有银行理财和纯债基金产品的投资者正承受债券市场近两年来最大波动引发的财富缩水。

华泰证券统计显示，11月有16641只银行理财产品收益率出现回撤，合计占59%；截至11月30日全市场有4844只银行理财产品破净，占比高达15.62%。出现回撤和破净的银行理财产品在12月份的数字继续恶化。

Wind数据显示，中长期纯债型基金指数和短期纯债型基金指数自11月以来分别下跌0.92%和0.44%，7周的时间里6周均在下跌，不少基金的净值回到7月底。

“稳健”的银行理财和纯债型基金产品收益率波动加剧，加大赎回压力，产生“负反馈”，甚至有债券基金单日大跌12%。

即便是被认为货币基金最佳替代品的同业存单指数基金，自11月以来也出现大面积回撤，Wind数据显示，42只同业存单指数基金中，近六成基金自11月以来的净值表现为亏损。

对于风险承受能力较低的投资者而言，纯债型基金和银行理财产品如此大幅度 and 长时间的回撤让大多数投资者始料未及，因为持有人投资纯债基金和银行理财的初衷正是看中它高于货币基金的收益和低于股票型基金的波动特征。

债市为何跌跌不休？

整个债券市场调整的幅度比较大，可谓是“惊心动魄”，债市自11月以来持续下跌，为何仍未企稳？

11月以来，债市持续下跌，安信基金混合资产投资团队认为主要原因有，一方面，近期短端资金利率波动加大，存单利率迅速上行，市场对后续资金面持续担忧；另

一方面，前期影响基本面较深的因素都有所缓解，如房地产支持政策“三箭齐发”、防控优化调整出台等政策端持续发力。在资金收敛及强政策刺激下，市场预期发生扭转，机构一致性行为引起了债市的进一步负反馈。

近期债市仍在调整，嘉实纯债基金经理轩璇认为主要围绕以下几个主线展开，首先是全国疫情防控政策出现继续优化的信号，市场预期的一致使得债市走出利空落地的走势。其次是央行上海总部、上海银保监局召开上海金融支持房地产市场平稳健康发展座谈会，进一步支持地产发展。最后，理财赎回的余温仍在，债市波动率仍然较大。

整个债券市场的大跌，除了受基本面和货币政策层面的影响外，博时基金固定收益投资二部投资总监助理兼基金经理倪玉娟认为，新的交易结构也可能导致债市回撤。她指出，现在70%的理财是按照净值法计价的，在收益率处于调整的时候，可能在历史上这是正常的小幅度调整，但是投资者可能会不适应，不适应自己的理财在亏、债券基金也在亏，投资者可能就立刻赎回基金，就会导致本来一个很正常的调整幅度，因为投资者恐慌式的赎回，导致理财抛售资产，债券基金和理财持有比较多的信用债，这个品种不断被大家卖出，在没有买盘的情况下，它的收益率大幅上去，价格大幅下来，会导致净值型理财和债券基金净值曲线大幅回撤的情况出现。比如利率债只上了30个基点，但是信用债上了130个基点，接近于4倍，背后的原因就是信用债是因为交易结构导致非理性的抛售、进而导致的超调。

上述债券市场人士也表示，在没有外力加持下，银行理财和债基的负反馈仍会继续，包括债券市场昨日的下跌主要原因仍是银行理财和债基的赎回，并无新的下跌触发因素出现。目前，利率已经企稳，而信用债的调整仍未停止，主要是没有买盘，理财到期之后也没有申购，市场缺乏信心。

后市如何走？

债市持续调整，对银行理财和纯债基金的持有人而言，目前的心理状态仍是忐忑不安。

债券市场后市将如何演绎？基金经理有何应对策略？

招商基金固定收益投资部认为，债市对防疫政策放开和地产放松带来的利空已经较为充分预期，11月14日至12月9日，理财共净卖出4211亿，卖出规模较大，经历3周调整后，各品种信用利差均出现大幅回调，收益率重回年内高位，下跌后带来的配置价值已经显现。对于负债稳定的组合，可选择短端调整较多的品种逐渐增配；但考虑到12月仍处于理财产品到期规模较大的时间区间，赎回带来的影响或仍持续，信用利差走扩风险仍在，负债不稳定的组合仍需重视组合的流动性。

安信基金混合资产投资团队认为疫情及稳经济压力仍是目前主线，短期内大概率将维持宽松，因此对债市中长期看法偏谨慎，但短期内利率大幅向上的空间或已有限。目前在久期及杠杆的运用上依然偏谨慎，同时适当寻找交易性的机会。

嘉实纯债基金经理轩璇认为，后续来看，从曲线的走势来看，长债企稳反弹，但是短债仍然在被抛售。

在十一月市场定价“疫情政策转向”的过程中，曲线大幅平坦化，这与当前的环境“资金面宽松，经济预期企稳”是明显背离的。信用债方面，由于银行理财赎回的扰动，近一个月信用利差出现较为明显的扩大，各品种的利差分位数都已接近历史新高。2-3年AA+以上产业公募债利差已在96分位以上；1年AA、AA2和2-3年AA~AA+城投公募债利差都在90分位以上；2-3年AA+以上银行二级债利差在77分位以上；银行永续债利差都是99分位以上。以未来一年绝对收益的维度，部分短期限城投体现出明显的配置价值。明年1月由于开门红的配置力量，市场会出现明显的企稳，但12月期间，市场具体止跌企稳的时间点难以估计。但从历史来看，任何品种的止跌企稳均建议在价格具备性价比的基础上，且考虑市场的右侧难以快速进行仓位配置，以未来一年的维度，信用债整体价值已较为突出。

展望未来，博时基金倪玉娟认为，一方面要回归整个市场的驱动因素，金融市场短期会有一些交易性的节奏导致它超调、超跌或者超涨，但是从中长期的维度来说，一定是要回归基本面和政策面。站在现在的时点，明年债券市场利率不太可能继续大幅上行，总体上会是一个中性的市场，甚至可能在今年出现非理性债券市场杀跌后，明年或许存在一定机会。

平安证券表示，当前市场面临的是结构性负债荒，是由于市场超预期转向和机构行为共振引起的。如果央行不做大规模流动性投放，当前的赎回压力可能在12月以后有所缓解。截至2021年末，银行理财产品大约20万亿产品是现金管理类或最短持有期在3个月到12个月的短期限理财产品，这些产品主要配置中短久期信用债，且在此前牛市环境中相对超配久期与杠杆，在11月市场转向后迎来赎回压力。当前市场仍被赎回压力主导，在策略上应该防守并等待。后续如无政策对冲，短期影响可能持续至春节前。11-12月理财赎回给市场带来了更有性价比的资产。待赎回压力缓解以后，追逐安全的中短期资产将重新回归。

责编：战术恒

校对：李凌锋